lax889889.com 299520.xyz

通信

三大运营商中报综述—业绩稳中有升，聚焦 5G 应用

三大运营商上半年业绩稳中有升，聚焦 5G 应用场景探索。8 月以来，三大运营商陆续公布了半年报数据，移动 ARPU 均出现了明显的回升态势。与此同时，宽带业务伴随智慧家庭等高附加值业务的不断成熟也保持了良好的增长。战略方面，除了进一步加码数字化转型，提高 IDC、云计算等产业数字化业务营收占比外，三大运营商不约而同的聚焦于 5G 应用场景的探索，通过深耕细分产业，创建合作联盟等形式，共同寻找 5G 的第一座“黄金屋”。

中国移动：业绩保持平稳，聚焦“5G+”战略。公司 20H1 营收 3898.63 亿元人民币，同比增长 0.1%；公司 2020 年上半年净利润为 557.65 亿元，同比下降 0.5%，净利润率为 14.3%。受益于 5G，公司移动业务 ARPU 跌幅缩窄，固网业务则受益于魔百和等高附加值业务增速进一步提高，公司 DICT 业务受益于经济数字化转型，从而收获了较快增速。今年下半年，公司将利用自身 5G 基建优势，继续聚焦“5G+”，积极探索 5G 行业应用。

中国联通：经营质量稳步提升，积极孵化 5G 新场景。公司 20H1 实现营业收入 1504 亿元，同比增加 3.8%；公司 20H1 归母净利润 33.44 亿元，同比增加 10.9%，净利润率为 5.04%。公司依托 5G 商用契机，转变移动业务策略，从重数量到重质量，成功实现了移动业务的经营质量提升。公司固网业务和产业互联网业务受益于高附加值业务以及经济数字化转型，均取得较高增长。今年下半年，联通将依托混改优势，借助战略投资者资源，进一步树立更多的 5G 灯塔项目，探索 5G 应用领域。

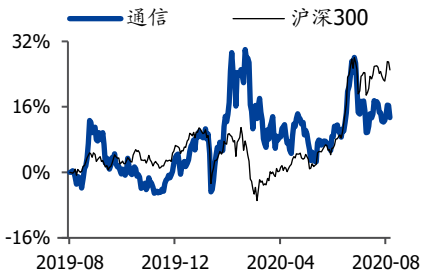
中国电信：业绩稳健增长，数字化转型助力 5G 应用开拓。公司 20H1 实现营业收入 1938.03 亿元，同比增加 1.7%；公司归母净利润 139.49 亿元，同比增加 0.3%，归母净利润率为 7.26%。公司上半年借助 5G 商用浪潮，革新销售模式，实现了移动业务 ARPU 由降转增。公司固网业务，受益于高附加值业务而增长。在经济数字化趋势下，公司 IDC，物联网，云等业务均实现突破性增长。下半年，公司将继续致力于探索新的 5G 运用行业以及数字化平台的搭建。

推荐标的：中国联通（600050.SH）预计公司 2020-2022 年归母净利润 68/88/107 亿元，对应 2020 年 PE23.3X，PB1.1X。目前港股联通 PB0.4X，股息率 TTM3.54%，横向比较港股电信、移动及全球其他运营商，公司的股息率为全球中值水平。考虑到公司 ROE 反转有望，PB 和 PE 均处历史低位，维持“买入”评级。

风险提示：5G 建设速度不达预期，5G 应用发展不及预期。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 宋嘉吉
执业证书编号：S0680519010002
邮箱：songjiaji@gszq.com

相关研究

1、《区块链：DCEP 研发持续推进，波卡将开启万链互联时代》2020-08-17

2、《通信：关注军工通信三剑客》2020-08-16

3、《通信：5G 投资三部曲—从基站、云基建向工业互联网演进》2020-08-16

重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS							
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
600050.SZ	中国联通	买入	0.16	0.22	0.28	0.35	31.8	23.3	17.9	14.7

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

liaohan.net nblax520.com

VISIT…

lax889889.com 299520.xyz

内容目录

1. 投资要点 4
2. 战略趋同，共寻 5G 与数字经济化下的高附加值应用场景 5
3. 中国移动：聚焦 5G 网络优势，搭建“5G+”业务体系 6
4. 中国联通：盈利能力持续提升，聚焦产业互联网 10
5. 中国电信：聚焦 5G 合作与应用场景探索，数字化转型为增长赋能 15
6. 投资建议 19
7. 风险提示 19

图表目录

图表 1：三大运营商 2020 年 5G 基站建设与资本开支情况 5
图表 2：中国移动移动业务 ARPU 情况 5
图表 3：中国联通移动业务 ARPU 情况 5
图表 4：三大运营商 5G 应用场景探索情况 6
图表 5：中国移动家庭宽带 ARPU（元） 6
图表 6：中国联通宽带接入 ARPU（元） 6
图表 7：中国移动 16H1-20H1 营业收入及增长率 7
图表 8：中国移动 16H1-20H1 净利润以及净利润率 7
图表 9：中国移动 20H1 通信服务业务拆解 7
图表 10：移动 DICT 业务拆解 8
图表 11：家庭宽带客户数量及魔百和渗透率 8
图表 12：家庭宽带综合 ARPU（元） 8
图表 13：中国移动成本拆解 8
图表 14：中国移动 2020H1 资本支出结构 9
图表 15：中国移动 2020 年资本支出结构预测 9
图表 16：中国移动 5G+AICDE 布局 9
图表 17：中国移动数字化转型战略 10
图表 18：中国联通 16H1-20H1 营业收入及增长率 11
图表 19：中国联通 16H1-20H1 净利润以及净利润率 11
图表 20：中国联通移动业务收入 11
图表 21：中国联通固网业务收入及占主营比例 12
图表 22：中国联通产业互联网收入 12
图表 23：2020H1 中国联通产业互联网收入构成 12
图表 24：中国联通 IDC 业务收入 13
图表 25：中国联通 20H1 成本解析 13
图表 26：联通与战略投资者的合作项目 14
图表 27：中国联通 5G 行业应用 14
图表 28：中国电信 16H1-20H1 营业收入及增长率 15
图表 29：中国电信 16H1-20H1 营业收入及增长率 15
图表 30：中国电信移动业务 ARPU 及增长率 15
图表 31：中国电信基础宽带 ARPU 与智慧家庭业务 ARPU 16
图表 32：中国电信产业互联网业务拆解 16
图表 33：中国电信 20H1 资本支出结构 17
图表 34：中国电信成本拆解 17

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图表 35：中国电信 5G 应用场景 18
图表 36：中国电信数字化平台 18

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

1. 投资要点

我们区别于市场的观点：

1. **5G 带给运营商的红利已经开始显现。**市场普遍认为，今年处于 5G 冲刺期，5G 商用尚处于开始阶段，加之没有十分成熟的 5G 应用，在移动业务方面，5G 带给运营商的红利仍然需要时间进行酝酿。但结合三大运营商的中报数据，目前三家运营商都已经出现了移动业务 ARPU 触底反弹的势头。我们认为，虽然 5G 的“爆款”应用尚未初现，但是其更佳的网络体验以及性价比更高的网络资费，叠加 5G 终端的降价浪潮，使得运营商在 5G 替换期就已经开始获得红利，从而带动近年不景气的移动通信业务触底反弹。

2. **产业互联网业务已是运营商业务重要支撑，成为运营商营收复苏关键。**市场普遍认为，近年来随着传统语音等业务下滑，提速降费等政策影响，运营商业务将进入下滑周期。但三大运营商积极进行数字化转型，利用网络和基建优势进军云产业链条，覆盖了云计算，IDC，物联网等诸多核心板块。随着近年来云化，数字化大潮，该部分与产业相关的互联网业务占运营商营收比例高速提升，并且增长势头稳定，有望在将来成为运营商除了移动和固网业务之外的重要支撑。

3. **三大运营商共同加码，5G 商业应用曙光已现。**市场普遍认为 5G 商用刚刚起步，成熟应用出现还需时日。但我们认为，目前三大运营商对于 5G 应用探索的聚焦度是前所未有的，三大运营商围绕重点行业的 5G 应用项目已经遍地开花。同时各家运营商还积极推动 5G 联盟，集合各行业的优势来为 5G 第一个成熟的大规模应用加速。我们预计，在三大运营商这样的大力推进下，如工业互联网，智慧医疗等等时下热门的 5G 应用方向将会加速成熟。

投资建议：

A 股推荐标的：中国联通（600050.SH）

预计公司 2020-2022 年归母净利润 68/88/107 亿元，对应 2020 年 PE23.3X，PB1.1X。目前港股联通 PB0.4X，股息率 TTM3.54%，横向比较港股电信、移动及全球其他运营商，公司的股息率为全球中值水平。考虑到公司 ROE 反转有望，PB 和 PE 均处历史低位，维持“买入”评级。

风险提示：5G 建设速度不达预期，5G 应用发展不及预期。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

2. 战略趋同，共寻 5G 与数字经济化下的高附加值应用场景

5G 渗透率提升，三大运营商移动业务 ARPU 均现企稳态势。根据三大运营商中报显示，电信和联通 2020 年上半年累计共同建设 5G 基站 15 万个，移动已经累计拥有 5G 基站 18.8 万个，已经基本实现了主要城市的商用覆盖，预计三大运营商全年将建设 55 万个 5G 基站，三大运营商 20H1 资本开支共计 1109 亿元，预计全年资本开支将达到 2245 亿元，并在年底实现 5G SA 进入商用状态。

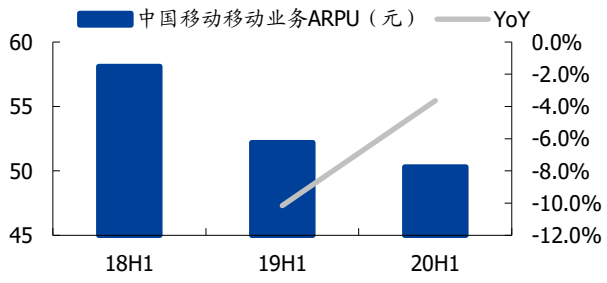
图表 1：三大运营商 2020 年 5G 基站建设与资本开支情况

	截止 20H1 已新增 5G 基站（万个）	今年计划建设 5G 基站（万个）	截止 20H1 资本开支（亿元）	2020 年计划资本开支（亿元）
中国联通	15（与电信共建）	25（与电信共建）	126	350
中国电信	15（与联通共建）	25（与联通共建）	431	835
中国移动	未披露（目前共有 18.8）	30	552	1060
总计	/	55	1109	2245

资料来源：三家运营商公告，国盛证券研究所

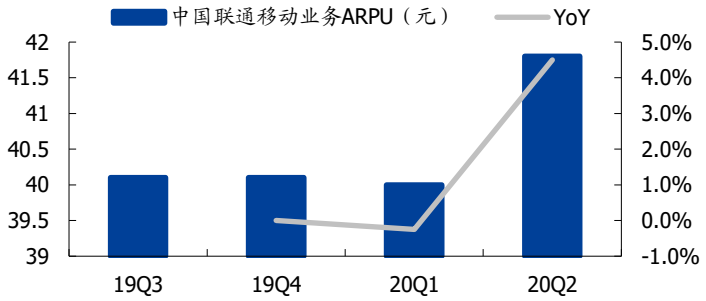
随着 5G 商用覆盖率的逐渐提高，5G 业务给运营商的移动业务也带来了正向的激励作用。根据工信部发布的数据，6 月我国人均 DOU 同比增长 29.3%，比去年 12 月份高 1.55GB/户。同时，根据三大运营商中报数据显示，三家的移动业务 ARPU 值均出现跌幅缩小或者转增的情况，可见 5G 已经给运营商的移动业务带来了初步的收益。

图表 2：中国移动移动业务 ARPU 情况



资料来源：中国移动，国盛证券研究所

图表 3：中国联通移动业务 ARPU 情况



资料来源：中国联通，国盛证券研究所

5G 应用时代即将来临，三运营商全面拓展应用模式。随着今年 5G 基建进入冲刺期，5G 商用全面铺开，三大运营商也进一步加快探寻 5G 应用场景的尝试，三大运营商均把拓展 5G 运用场景作为今年的主要战略。总结来看，目前三大运营商都采用了细分应用探索+合作生态建设两轨并行的策略。在细分业务探索方面，主要的应用场景分为 To C 端和 To B 端，其中 To C 端包括了云 VR，超高清直播，云游戏等等。To B 端的业务则涵盖了工业互联网、智慧城市、医疗健康、交通物流等等方面。合作生态建设方面，三家都推出了自家的“5G 生态圈建设计划”，根据中报数据，三家的 5G 生态圈合作计划合作伙伴已经超过了 3000 家（计入重复）。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图表 4：三大运营商 5G 应用场景探索情况

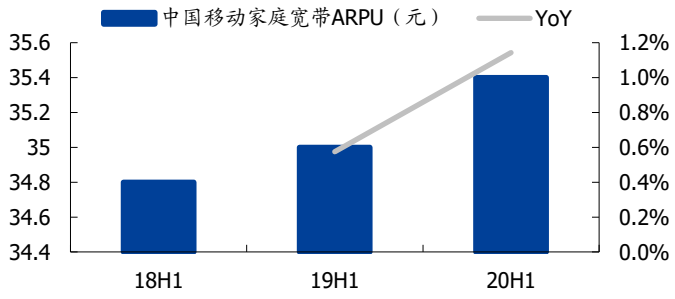
	5G 应用场景	5G 联盟合作伙伴数量（家）
中国电信	八个核心领域超过三百个案例，涵盖了工业互联网，智能医疗，新媒体，教育等等	100+
中国联通	129 个 5G 灯塔项目，涵盖了工业互联网、智慧城市、医疗健康、交通物流、新媒体、能源、矿山	800
中国移动	5G+AICDE，5G+X	2100+

资料来源：三家运营商公告，国盛证券研究所

战略转型初见成效，产业数字化业务营收持续景气。近年来，随着移动端业务出现下滑，产业数字化转型等趋势，各家运营商均开始数字化转型。一是通过不断开拓 IDC，云计算，物联网等产业互联网业务，提升相关业务在营收中的占比。二是不断加大相关资本支出，中国联通现有机柜超过 23.4 万台，预计年内新建 4.3 万台，中国电信现有机柜超过 38 万台。三是持续加强人才激励制度，中国移动通过股权激励，人才特区的等手段加强了 5G 和 AICDE 方面人才的引入，中国联通则市场化方式引入子公司 CTO 及高级架构师。

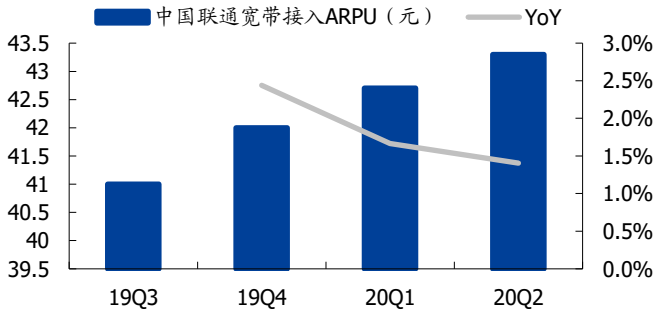
“宽带+”业务成为主流，提升宽带业务附加值。根据三家运营商中报数据，今年以来，三家运营商的固网业务收入情况均出现了较大的提升。我们认为，其背后的原因是统一的，均是三大运营商在单纯的宽带业务上开发了“智慧家庭业务，通过附加视频，智能组网，家庭安防等业务，进一步提升用户在宽带业务上的付费水平。根据三家运营商中报显示，三家的家庭宽带综合 ARPU 均出现上涨。

图表 5：中国移动家庭宽带 ARPU（元）



资料来源：中国移动，国盛证券研究所

图表 6：中国联通宽带接入 ARPU（元）



资料来源：中国联通，国盛证券研究所

3. 中国移动：聚焦 5G 网络优势，搭建“5G+”业务体系

疫情下业绩保持平稳，DICT 业务增速明显。根据中国移动 2020 年中报显示，公司 20H1 运营收入 3898.63 亿元人民币，同比增长 0.1%，其中通信服务 20H1 营收 3582 亿人民币，同比增长 1.9%。EBITDA 1457.1 亿元，同比下降 3.6%。公司 2020 年上半年净利润为 557.65 亿元，同比下降 0.5%。净利润率为 14.3%，同比下降了 0.1 个百分点。公司 2020 年上半年 EPS 为 2.72 元，同比下降了 0.5%。

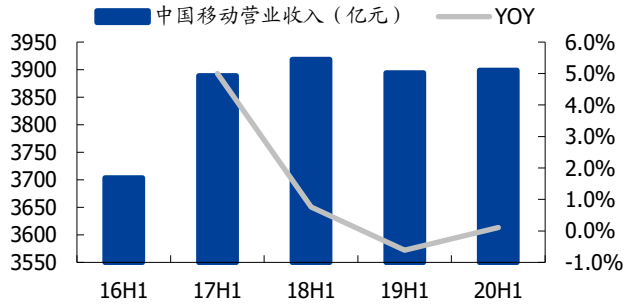
我们认为，中国移动 2020 年疫情期间业绩保持平稳主要得益于三方面的因素，第一是

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

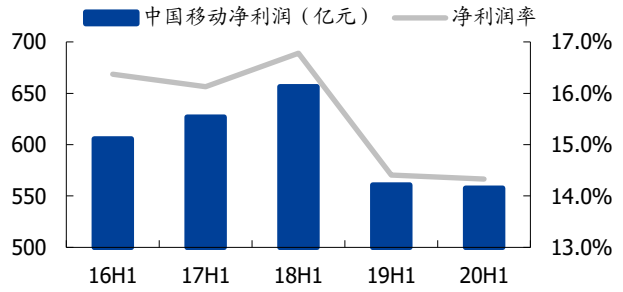
5G 商用推进带来的移动 ARPU 降幅收窄，5G 业务的收入提升减轻了语音和短信业务下行周期的影响。第二是家庭宽带业务继续保持高增长，在家庭宽带数不断增加的情况下，公司还积极开拓魔百和业务，给家庭宽带业务带来更高的附加值和 ARPU。第三方面因素得益于公司的 DICT 战略，公司通过“云+网+ICT”进一步拓宽了面对政企客户的业务线，上半年 DICT 业务同比增长高达 55.2%，给公司业务提供了强劲的驱动力。

图表 7：中国移动 16H1-20H1 营业收入及增长率



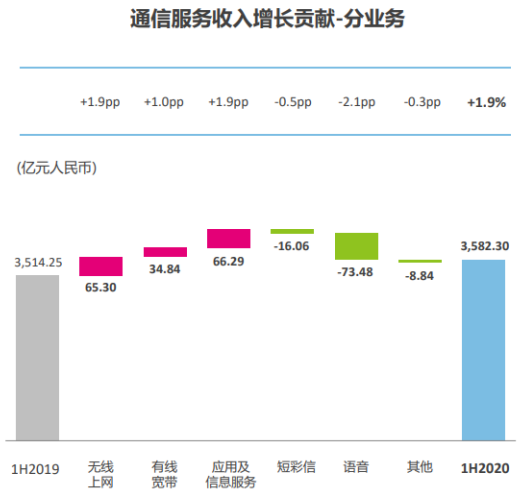
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 8：中国移动 16H1-20H1 净利润以及净利润率



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 9：中国移动 20H1 通信服务业务拆解



资料来源：中国移动，国盛证券研究所

按照业务分类来看，公司的业务主要受到语音业务以及短信业务拖累，其中语音业务营收同比下降 2.1%，短信业务同比下降了 0.3%，公司的无线上网，应用及信息服务增速较快，同比都增长了 1.9%。

按照市场分类来看，公司 2020 年上半年政企市场收入增长幅度最大，同比增长了 18.4%，达到了 552 亿元，政企客户数增长 42.6%，达到了 1129 万家。在政企市场中，由 DICT 业务（IDC+云+ICT）带来的业务收入为 209 亿元，同比增长了 55.3%。其中，移动云业务营收为 44.6 亿元，同比大增 556.4%。目前，移动云已经拥有自研 IaaS、PaaS 产品超过 100 款，引入合作的 SaaS 应用则超过了 1900 款。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

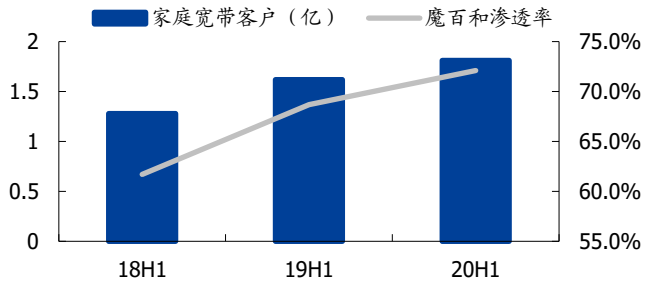
图表 10：移动 DICT 业务拆解

项目	20H1 收入（亿元）	同比增长率
IDC	92.9	61.4%
移动云	44.6	556.4%
ICT	50.9	37.7%
其他	20.7	/

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

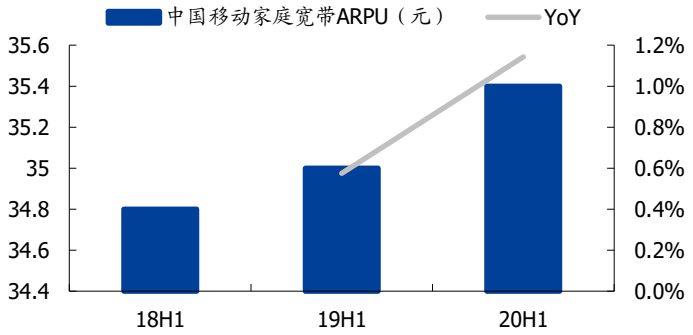
家庭市场方面，公司 2020 年上半年家庭市场收入同比增长 18.1%，达到了 347.4 亿元，公司的魔百和业务（宽带智慧家庭）渗透率不断提升，达到了 72.1%，助推公司的家庭宽带综合 ARPU 达到 35.4 元的新高。

图表 11：家庭宽带客户数量及魔百和渗透率



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 12：家庭宽带综合 ARPU（元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

成本端方面，公司营运支出同比上升 0.3%，达到了 3307.5 亿元。增幅较大的项目有网络运营成本以及薪酬成本等，同时，受到疫情影响，国际漫游，产品销售成本等均有较大幅度下降。

图表 13：中国移动成本拆解

单位（亿元）	20H1	YoY	主要原因
营运支出	3307.5	0.3%	
网络运营及支撑成本	1087.7	10.9%	5G 运维费用，智慧家庭业务建设成本
折旧及摊销	865.9	-5.3%	4G 无线资产折旧年限由 5 年变为 7 年，5G 网络设施规模扩大
雇员薪酬及相关成本	490.6	8.8%	5G，AICDE 研发，人才招聘
销售费用	313.5	-8.7%	营销转型
销售产品成本	314.4	-20.6%	手机终端销售受到疫情影响
其他营运支出	235.3	11.2%	研发与防疫
其中：网间互联支出	90.7	-13.3%	国际漫游结算减小

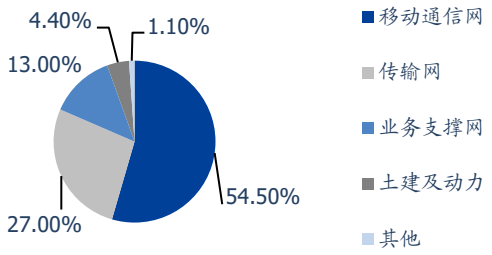
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

资本开支方面，公司今年上半年共完成资本开支 552 亿元，全年预计资本支出为 1050 亿元。公司预计全年将会新建 30 万个 5G 基站，在全国所有地级市以上城市提供商用服务，并且推动 SA 核心网年内实现商用。在数据中心方面，优化形成“3 (热点区域中心)+3 (跨省中心)+X (省级中心+业务节点)”的布局。

liaohan.net nblax520.com

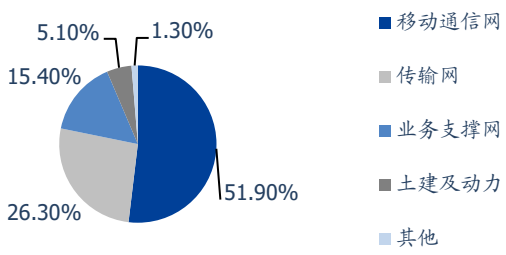
lax889889.com 299520.xyz

图表 14：中国移动 2020H1 资本支出结构



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 15：中国移动 2020 年资本支出结构预测



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

聚焦“5G+”业务发展，战略转型推动业务增长。中国移动今年的主要战略主要涵盖了两个方面，第一条是利用公司在 5G 网络基建方面的优势，充分聚焦“5G+”战略，寻找 5G 运用的新场景。一方面是继续战略转型，提高非个人市场，如 DICT 等数字化业务的收入占比，同时改革激励方式以及管理方式，为持续增长寻找新的动力。

具体到“5G+”方面，目前主流的运用有 5G+4G，5G+AICDE，5G+ECO 等。预计随着“5G+”战略的不断推进，5G 商用的客户数逐渐增加，将会有如云游戏，超高清直播，云 VR 等更多行业与 5G 进行有机的结合。5G+4G：在 4G 基站的基础上加速扩大 5G 网络建设，在确保网络能够有效支撑流量增长的情况下，对 VoLTE 通话质量进行持续的优化。

5G+AICDE 即“5G+人工智能，物联网，云计算，大数据，边缘计算”。今年上半年，公司在此领域取得的突破主要是更多商业模式，产品部署以及用户数量的增加。包括了发布 5G 专网+BAF（基础网络+增值功能+个性化服务）的商业模式，打造九天人工智能平台，移动云产品突破 160 款，Onelink 平台连接数突破 7.1 亿。

图表 16：中国移动 5G+AICDE 布局

资料来源：中国移动，国盛证券研究所

5G+生态领域主要致力于寻找 5G 合作伙伴，截止目前，中国移动已经拥有超过 2100 家 5G 合作伙伴，设立了 5G 联合创新中心和产业数字化联盟。在具体投资方面，推出了双百亿计划包括百亿生态引入计划和百亿分享计划，其中引入大屏内容价值超 50 亿，引入生态权益价值超 35 亿，引入家庭泛智能终端 15 亿。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图表 17：中国移动数字化转型战略

资料来源：中国移动，国盛证券研究所

在战略转型方面，中国移动 2020 年上半年非个人市场收入占比为 29.2%，上升 3.3 个百分点。非传统通信业务收入占比 16.2%，上升 1.4 个百分点。其中代表数字化转型的 DICT 业务占通信服务收入占比为 5.8%，同比提升了 2 个百分点。

激励和管理体系改革方面，中国移动共向 9914 名管理骨干及核心人才授予约 3.06 亿股股票期权，同时构建了业绩导向，分类管理，重点突出的差异化薪酬机制。

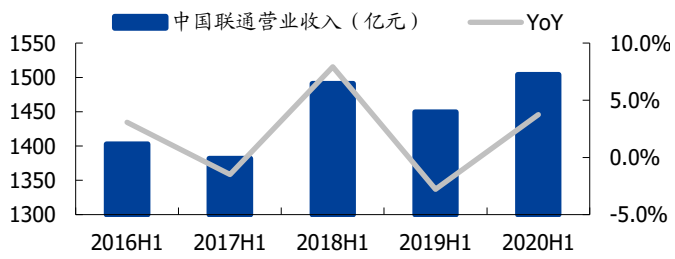
4. 中国联通：盈利能力持续提升，聚焦产业互联网

ARPU 企稳回升，公司经营质量持续。根据中国联通 2020 年中报显示，公司 20H1 实现营业收入 1504 亿元，同比增加 3.8%；主营业务收入 1383 亿元，同比增加 4.0%；EBITDA 493.5 亿元，同比减少 0.6%；归母净利润 33.44 亿元，同比增加 10.9%。从第二季度看，实现营业收入 766 亿元，同比增加 6.6%；归母净利润 19.5 亿元，同比增加 40.1%；扣非归母净利润 19.1 亿元，同比增加 52.4%。

liaohan.net nblax520.com

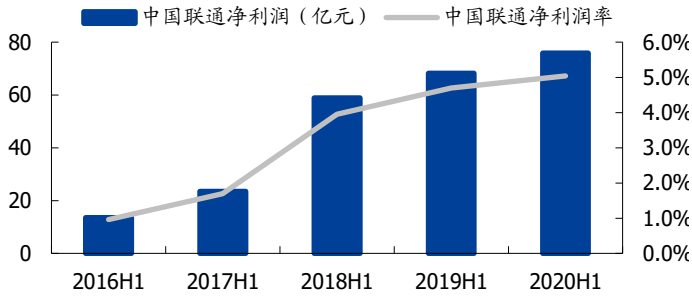
lax889889.com 299520.xyz

图表 18：中国联通 16H1-20H1 营业收入及增长率



资料来源：Wind，国盛证券研究所

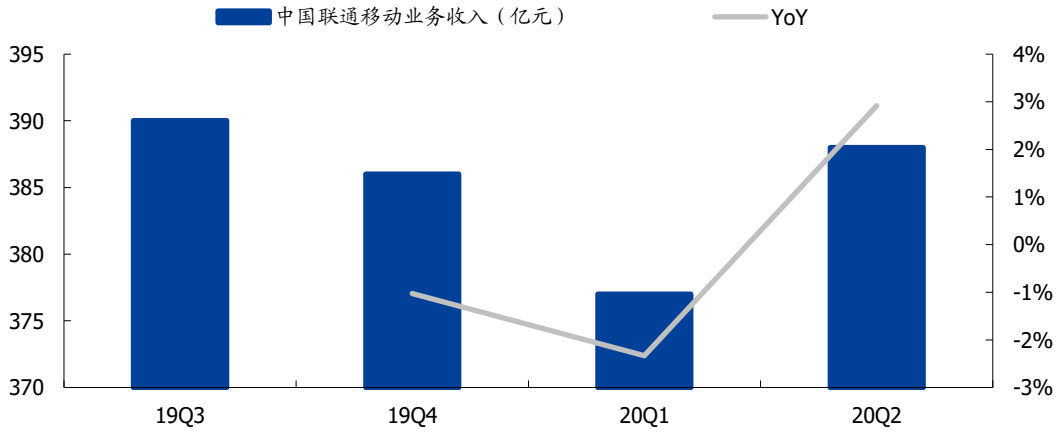
图表 19：中国联通 16H1-20H1 净利润以及净利润率



资料来源：Wind，国盛证券研究所

按照业务分类来看，公司移动主营业务二季度收入 388 亿元同比上升了 3%，从月份来看，六月和七月的环比增速分别为 1.6%和 1.0%，出现了止跌回升的关键转折。移动用户数下降了 895 万户，ARPU 实现触底反弹，同比增长 4%，达到 41.8 元，为过去 4 个季度以来的新高。我们认为，公司移动业务触底反弹，逐渐企稳的主要原因是随着 5G 渗透率的不断提升，公司转变思路，从重点关注用户增长数量，改为重点关注用户发展质量和价值，同时逐步通过 5G 带来的新消费提升用户的 ARPU 值，从而实现业务驱动力的重塑。

图表 20：中国联通移动业务收入



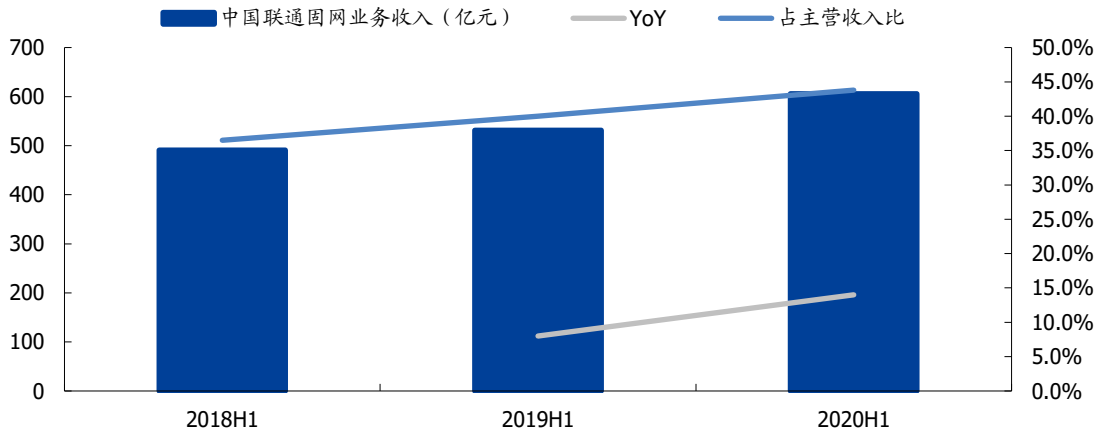
资料来源：中国联通，国盛证券研究所

公司固网业务 20H1 收入为 606 亿元，同比增长 14%，宽带接入 ARPU 达到 43.3 元，达到新高。我们认为，固网业务高速增长的背后，主要由两个原因，首先是公司在宽带资源方面，在北方主导区域和南方省会等重点城市推出三“千兆”融合产品（千兆 5G、千兆宽带、千兆 Wi-Fi），精准切中用户需求，并且在此基础上推出高附加值的智能家庭服务，公司的精准部署体现了中国联通在数字化、网络化、智能化产品以及业务上的能力和判断。同时公司在宽带资源的基础上，进一步开发云计算，IDC 等高附加值业务，打通政企市场，进一步拓宽了业务收入渠道。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图表 21：中国联通固网业务收入及占主营比例

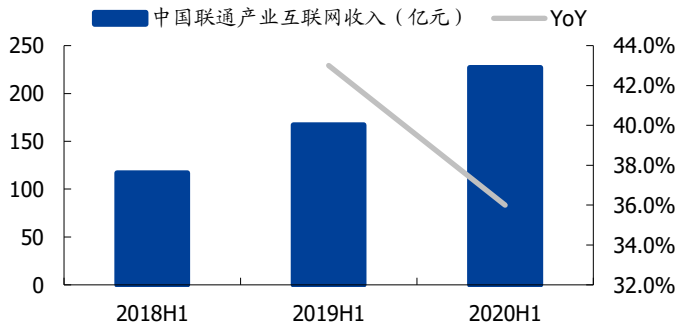


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

公司产业互联网业务包括了（IDC，IT 服务，物联网，云计算，大数据），是公司近年来收入增长最快的业务，公司产业互联网业务 20H1 同比增长 35.6%，达到 226.7 亿元。其中，云计算，大数据，物联网三大业务增速最快。我们认为，公司产业互联网业务高速增长的背后，是人员+模式双革新的成果，人员方面，公司加强创新人才队伍建设，公司的创新领域人才特区已经引入超过 7000 人。模式方面，公司推进“云+智慧网络+智慧应用”的融合营销模式，深入挖掘云产业链上高附加值产业。

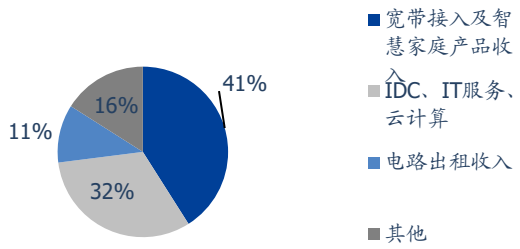
其中，IDC 业务 20H1 收入为 101 亿元，同比增长 22%，公司现有机房 551 处，20H1 机柜平均使用率超过 60%。公司通过“IDC+云+网+应用”，在 IDC 之上进行业务拓展，更好突出运营商 IDC 优势。公司预计 2020 年在 IDC 上的资本支出达到 20 亿元，其中 50%的新增机柜将部署在一线城市。

图表 22：中国联通产业互联网收入



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 23：2020H1 中国联通产业互联网收入构成

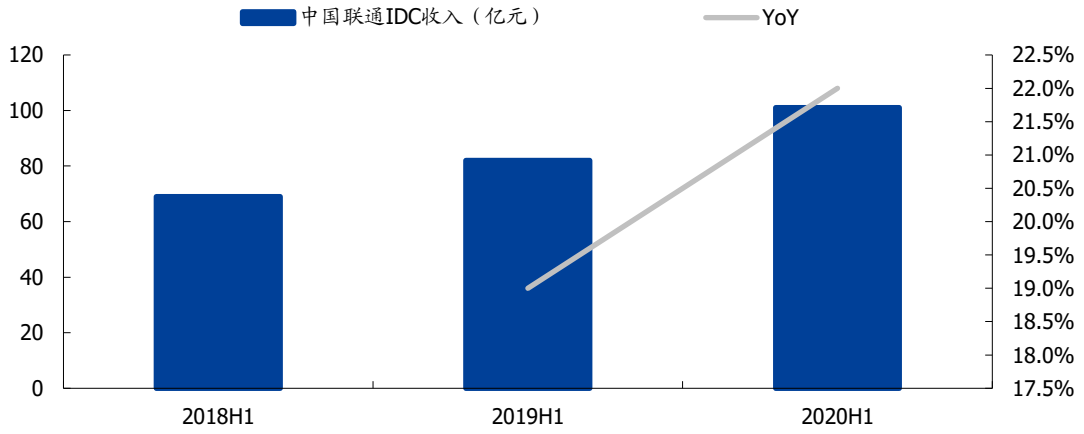


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图表 24：中国联通 IDC 业务收入



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

资本支出方面，公司 20H1 资本支出为 126 亿元，与中国电信完成新增共建共享 5G 基站 15 万站，双方累计共节省投资成本超过 400 亿元。目前共有可用 5G 基站 21 万站，实现了超过 50 个重点城市连续覆盖，同时公司正在向 5G SA 演进升级，预计在四季度实现商用。公司预计 2020 年全年资本支出达到 350 亿元，力争三季度末提前完成全年新增共建共享 5G 基站 25 万站，总可用 5G 基站超过 30 万站。

成本端方面，公司 20H1 成本同比上升 1.9%，为 1375.4 亿元，其中销售费用大幅下降，主要得益于公司的战略转型，从注重数量到重视质量。人力，网络运行成本等出现一定规模上涨，主要原因是 5G 网络尚处于规模扩大期以及业务模式探索期。

图表 25：中国联通 20H1 成本解析

单位（亿元）	2020H1	YoY	变化原因
成本费用合计	1375.4	1.9%	
网间结算支出	50.9	-11.9%	疫情影响，漫游业务减少
折旧及摊销	413.2	-1.7%	资本管控水平良好
网络运行及支撑成本	222.2	6.8%	5G 规模扩大相关费用
人力成本	275.0	9.2%	公司创新改革激励机制
销售通信产品成本	116.0	-6.4%	公司取消终端补贴，节省约 6 亿
销售费用	148.8	-14.8%	转型发展，严控用户发展成本
其他营业成本及管理费用	148.3	36.0%	数字化转型支出，提高 IT 服务水平

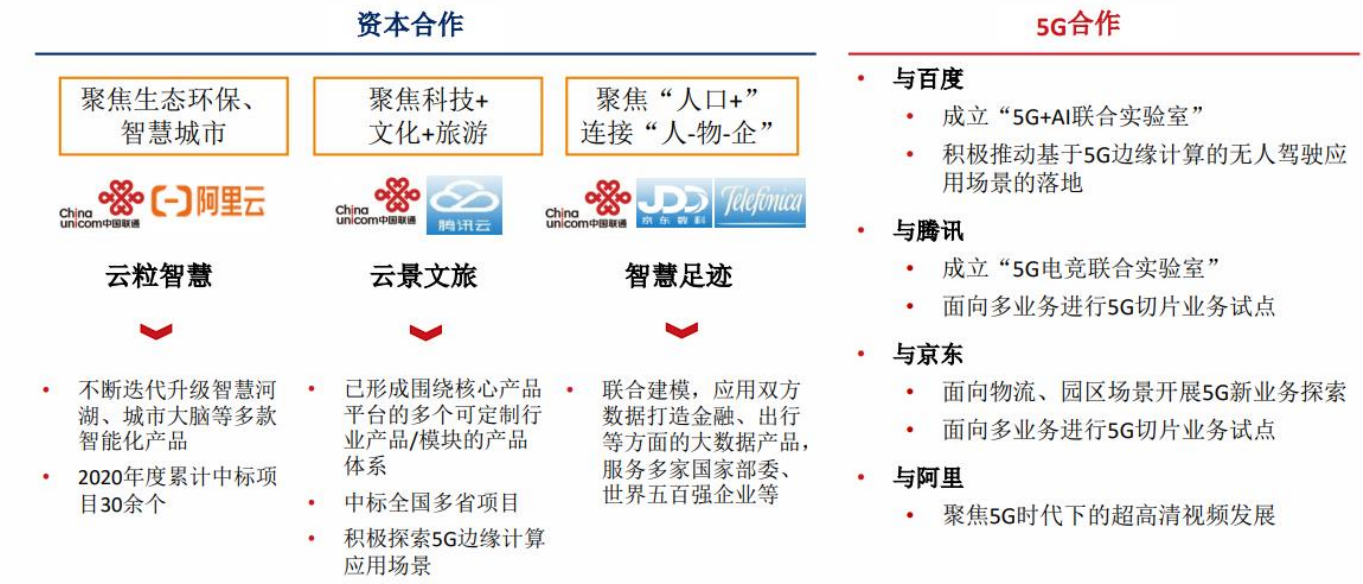
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

混改背景下多方合作探寻 5G 应用场景。中国联通今年以来聚焦于探寻 5G 应用场景。战略上来看，相比于其它两家运营商，联通的混改优势使得公司具有更加独特的 5G 竞争优势，凭借 14 名战略投资者和市场化的运行体制，联通可以更好的运用互联网营销渠道，以及利用政企客户资源。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图表 26：联通与战略投资者的合作项目



资料来源：中国联通，国盛证券研究所

从战术角度分析，联通的 5G 战略分为两步走，第一步是短期内着力于提高个人客户的 5G 体验，包括了推广 5G 套餐，引入 HD/4K/8K 视频、AR/VR、云游戏等特色业务，打造“终端 + 内容 + 应用”一体化的 5G 泛智能终端生态等等。第二步则是在中长期发力政企客户，联通通过在不同行业内树立 5G“灯塔项目”，来加快 5G 在细分行业内的应用探索。目前，联通已经拥有 162 个 5G 灯塔客户，覆盖了工业互联网、智慧城市、医疗健康、交通物流、新媒体、能源、矿山等领域。另一方面，联通通过构建行业生态建设，推进“中国联通 5G 应用创新联盟”发展，来加快 5G 应用融合创新发展，目前该联盟已经拥有了约 800 名成员。

图表 27：中国联通 5G 行业应用

资料来源：中国联通，国盛证券研究所

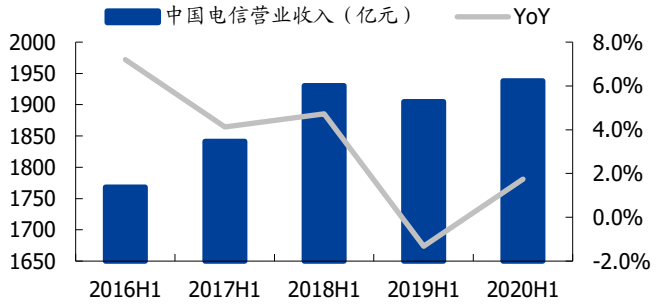
liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

5. 中国电信：聚焦 5G 合作与应用场景探索，数字化转型为增长赋能

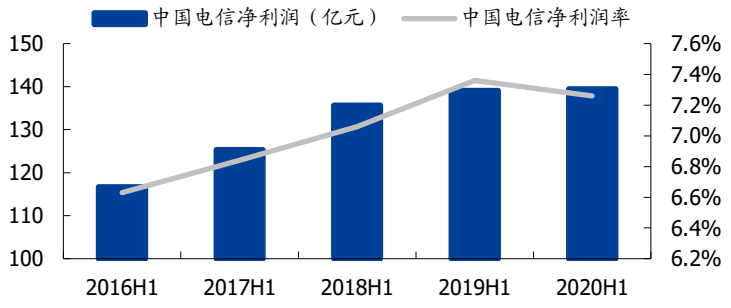
营收稳健增长，移动和固网业务齐头并进。根据中国电信 2020 年中报显示，公司 2020H1 实现营业收入 1938 亿元，同比增加 1.7%；主营业务收入 1871 亿元，同比增加 2.5%；EBITDA 631.5 亿元，同比减少 0.2%；归母净利润 139.5 亿元，同比增加 0.3%。

图表 28：中国电信 16H1-20H1 营业收入及增长率



资料来源：Wind，国盛证券研究所

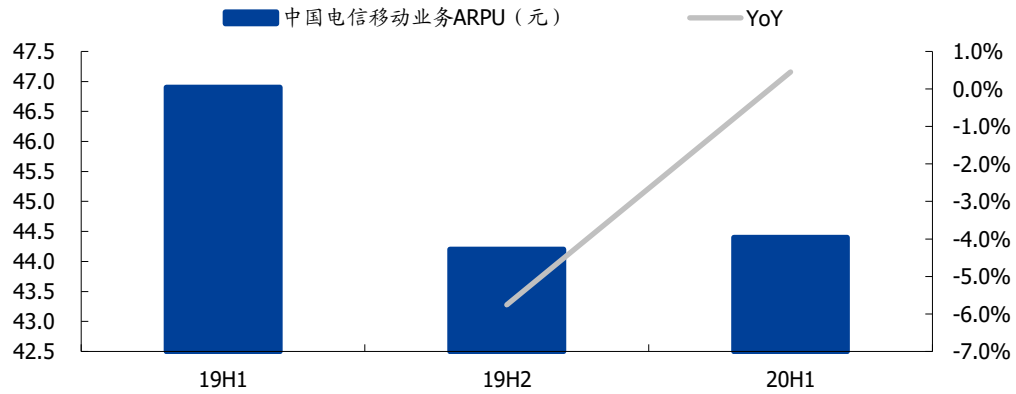
图表 29：中国电信 16H1-20H1 营业收入及增长率



资料来源：Wind，国盛证券研究所

按照业务分类来看，公司移动主营业务 20H1 收入 904.6 亿元，同比上升了 2.5%。ARPU 略微上升，同比增长 0.5%，达到 44.4 元。我们认为，公司移动业务触底反弹，逐渐企稳，一方面是公司对用户需求的理解不断深化，同时关注用户的增长数量和发展质量，另一方面是对面对新的 5G 产品，抓住机遇，革新营销模式，同时提升产品价值和营销能力，从而实现业务驱动力的强化。

图表 30：中国电信移动业务 ARPU 及增长率



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

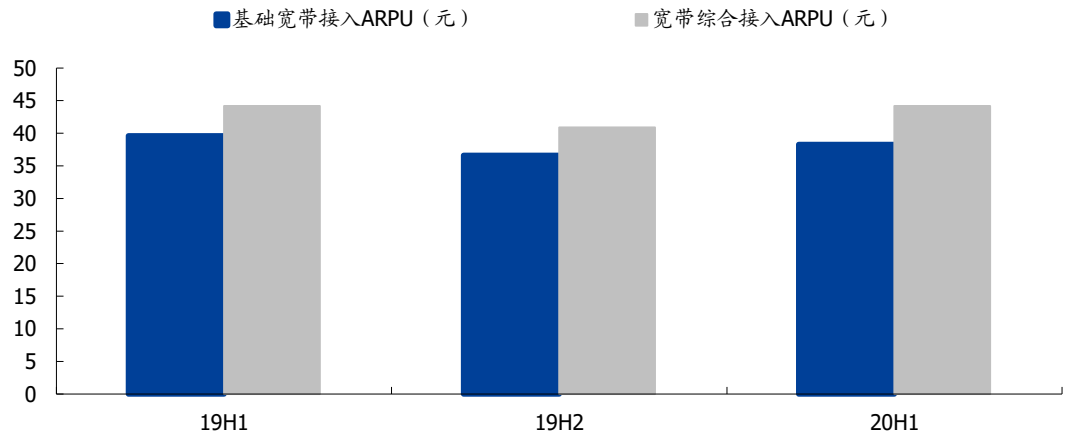
公司固网业务 20H1 收入为 966 亿元，同比增长 2.4%，其中以家庭云业务和天翼智能摄像头业务为代表的智慧家庭业务增长迅速，增速达 31.4%。我们认为，固网业务能够高速增长，原因是技术上公司通过对 5G 基建、光纤宽带和 WiFi 业务的结合，大幅提升

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

了固网业务中的网络接入容量，产品上公司通过推进高附加值服务，提升了内容运营质量，进一步拓宽了业务收入渠道。

图表 31：中国电信基础宽带 ARPU 与智慧家庭业务 ARPU



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

公司产业互联网业务包括了（IDC，IT 服务，物联网，产业云计算，专线业务，是公司今年收入增长最快的业务，公司产业互联网业务 20H1 同比增长 5.1%，达到 429.1 亿元。其中，IDC 业务 20H1 收入为 145 亿元，同比增长 12%，公司在大力推进全产业链服务的生态合作，加速产业数字化与智能化，更好突出运营商 IDC 优势。云计算业务 20H1 收入为 46.6 亿元，同比增长 30%，是增长最快的业务，主要是公司在数字化政府、智能化城市等市场提前布局，通过电子化平台扩展行业内生态合作，扩大领先优势。

图表 32：中国电信产业互联网业务拆解

项目	20H1 收入（亿元）	同比增长率
IDC	145.0	11.9%
工业云	46.6	30.4%
专线	102.0	4.6%
IoT	12.6	15.5%
互联网金融	6.75	7.5%

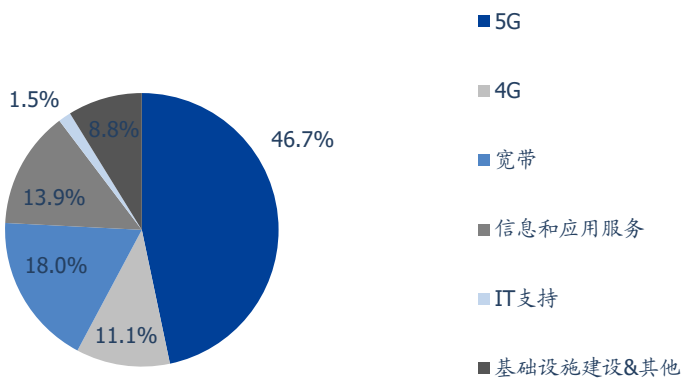
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

资本支出方面，公司 20H1 资本支出为 431.26 亿元，与中国联通完成新增共建共享 5G 基站 15 万站，双方累计共节省投资成本超过 400 亿元。目前共有可用 5G 基站 21 万站，实现了超过 50 个重点城市连续覆盖。同时公司正在大力推进大规模数据中心的建设，力争完成云服务和网络服务的结合。公司预计 2020 年全年资本支出达到 850 亿元。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图表 33：中国电信 20H1 资本支出结构



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

成本端方面，公司 20H1 成本同比上升 2.5%，为 1748.25 亿元。网络运营、人员和研发成本有一定规模增长，主要是公司上半年 5G 基站建设的增加和对高技术人才吸纳的扩张。销售和行政费用有大幅下降，主要是公司对销售策略和模型进行了优化。

图表 34：中国电信成本拆解

单位：亿元	20H1	YoY	变化原因
经营成本	1748.3	2.5%	
其中：折旧摊销	441.8	1.9%	
网络支持	577.0	13.6%	5G 建设规模扩大，产业互联网设施建设
人力	355.1	6.6%	搞技术人才，前线员工激励
SG&A	260.0	-11.0%	销售模式优化
其中：研发	5.4	13.1%	打造核心竞争力
网间结算	58.0	7.7%	疫情影响，漫游业务减少

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

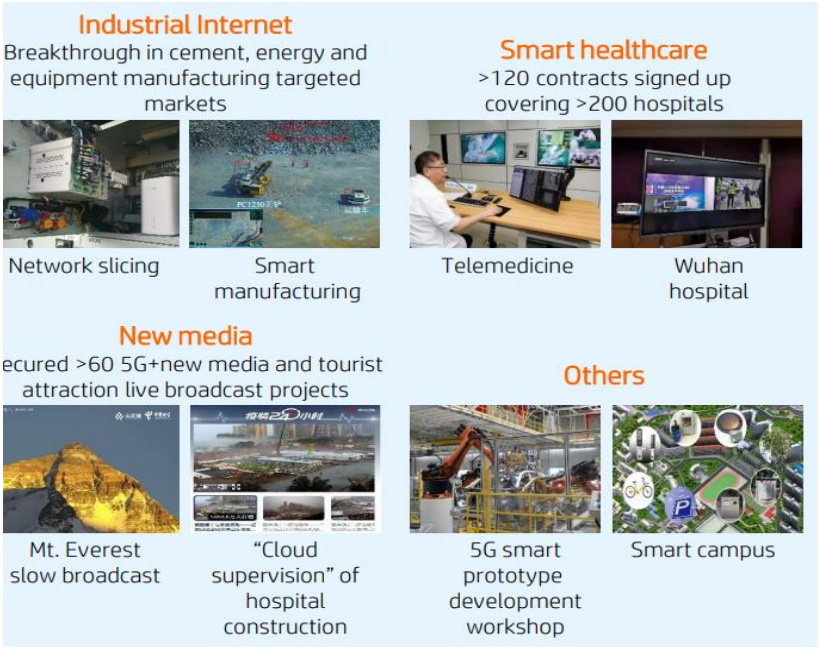
提升 5G 业务动能，推动“云网融合”。中国电信今年的主要战略主要涵盖了两个方面，一方面是维持公司在 5G 业务的巨大增速，对 5G 产品进行创新，强化 5G 应用生态链，扩大 5G 产业合作。一方面是继续发展产业互联网业务，保持增速并提高 IDC 等业务的收入占比，以网络辅助云服务，实现“云网融合”。

在强化 5G 业务动能方面，在个人（2B）业务里，公司在 5G 的普及和推广工作稳步向前，旨在提升线上视频内容质量，推动云游戏和天翼云服务业务发展，丰富 5G 服务内容建设，以提高 5G 业务为个人客户带来的价值；对公司（2C）业务里，公司在挖掘新市场，增加行业覆盖数量，发掘新的 5G 应用场景，以扩大 5G 市场份额和公司领先优势。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图表 35：中国电信 5G 应用场景

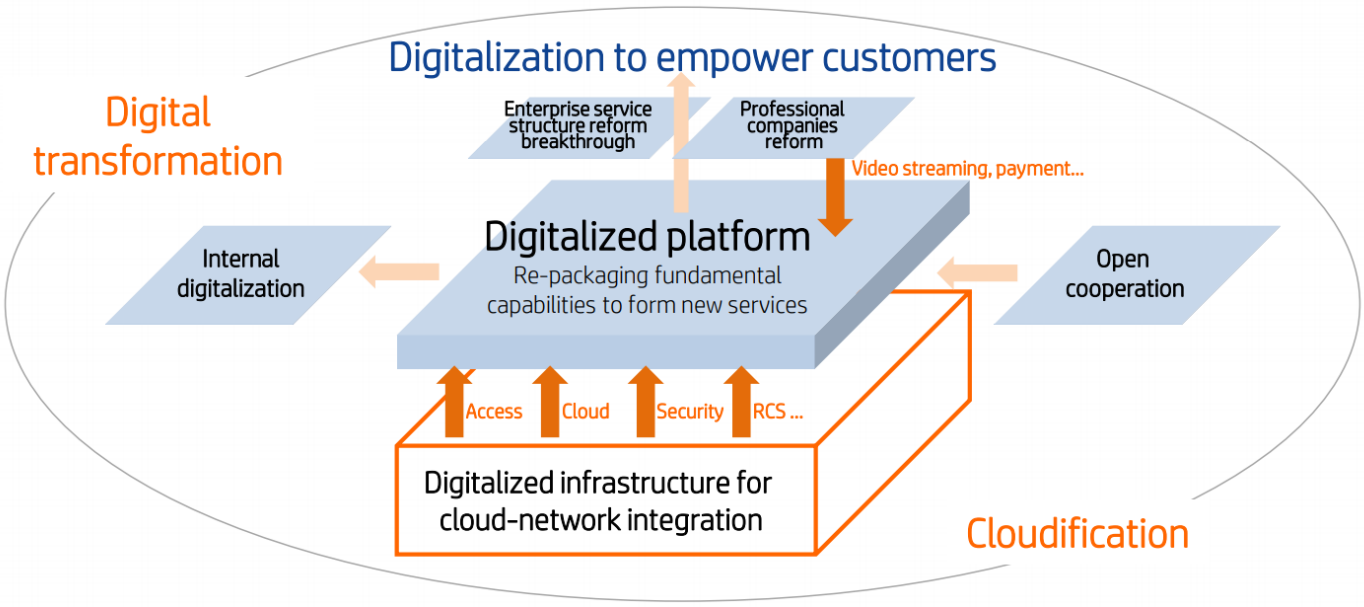


资料来源：中国电信，国盛证券研究所

同时公司在积极推动产业内合作，从外部来看，能够扩大企业影响力，以建立完整的 5G 生态圈。从内部来看，公司能够节省建设和营销成本，把精力放在提升产品价值和用户体验上。

在“云网融合”方面，中国电信在公有云、私有云和混合云等云服务上面深度结合，提高网络业务的行业覆盖率和单一行业渗透率，并利用公司强大的业务整合能力，增加产品种类和提升服务价值，使得客户群体更加多样化。

图表 36：中国电信数字化平台



资料来源：中国电信，国盛证券研究所

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

6. 投资建议

A 股推荐标的：中国联通（600050.SH）预计公司 2020-2022 年归母净利润 68/88/107 亿元，对应 2020 年 PE23.3X，PB1.1X。目前港股联通 PB0.4X，股息率 TTM3.54%，横向比较港股电信、移动及全球其他运营商，公司的股息率为全球中值水平。考虑到公司 ROE 反转有望，PB 和 PE 均处历史低位，维持“买入”评级。

7. 风险提示

5G 建设速度不达预期

受海外疫情以及政治局势影响，5G 基站部分设备可能出现延迟交货，5G 部署进度可能推迟，从而影响 5G 商用速度。

5G 应用发展不及预期

5G 下游应用发展和运营商业绩正相关，若 5G 发展不及预期，则或将影响运营商业绩情况。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称"本公司"）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议,本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归"国盛证券有限责任公司"所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为"国盛证券研究所"，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层
邮编：100032
传真：010-57671718
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦明路 868 号保利 One56　1 号楼 10 层
邮编：200120
电话：021-38934111
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

如果群里报告过期

请加微信联系我索取最新

1、每日微信群内分享7+最新重磅报告;

2、每日分享当日华尔街日报、金融时报

3、如果看到群里报告过期了，请扫码联系

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，仅分发做内部学习

扫一扫二维码后台回复 加群

加入“研究报告”微信报告群。

liaohan.net nblax520.com